

三诺生物 (300298.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

新一代 CGM 国内获批，产品升级迭代加速

事件简述

2024年12月16日，公司发布公告称“持续葡萄糖监测系统”新产品已完成注册并获得两项医疗器械注册证。

型号为 H6/h6 产品可用于糖尿病成年患者的组织液葡萄糖水平的连续或定期监测，供用户在医疗机构使用，不需要校准，使用时间最长8天；型号为 i6/i6s/i6Pro 产品供用户在家庭环境使用，使用时间最长为15天。

经营分析

采用公司自研技术，体现创新研发能力。公司自主研发的持续葡萄糖监测系统采用的是第三代直接电子转移技术，具有低电位、不依赖氧气、干扰物少、稳定性好和准确度高等优点，新产品获批标志着公司在现有 CGM 产品上不断升级迭代，体现了公司的研发创新能力，进一步丰富了公司糖尿病监测产品线的品类，有助于满足市场多元化的检测需求，建立“感知+评估+干预”的闭环。

工艺设计持续改进，尺寸优化带来更好患者体验。根据公司此前公告中的介绍，CGM 二代新产品在设计、工艺上进一步改进，相较于一代产品，公司持续葡萄糖监测系统二代产品采用一体式植入，无需组装，用户佩戴更简单；此外公司进一步优化了产品尺寸，能够带给用户更好的佩戴体验。

签订欧洲 CGM 合作协议，海外市场有望逐步放量。12月3日公司披露了关于签订日常经营重要合同的公告，公司与 A. MENARINI DIAGNOSTICS S. r. l. 签署了《经销协议》，双方主要就在欧洲超过20个国家和地区以联合品牌的方式独家经销公司的第一代、第二代持续葡萄糖监测系统 (iCan CGM System) 定制型号等事项进行约定，未来二代 CGM 产品海外上市后有望实现快速销售。

盈利预测、估值与评级

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.68、5.07、6.37 亿元，同比增长 30%、38%、26%，现价对应 PE 为 41、30、24 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新产品研发不达预期风险；产品推广不达预期风险；行业竞争加剧风险；商誉和海外资产减值风险。

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

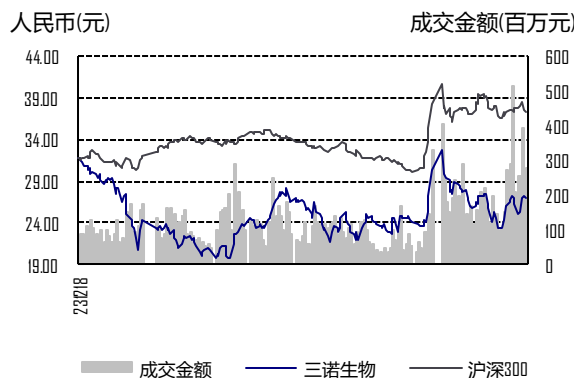
分析师：何冠洲 (执业 S1130523080002)

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：27.01 元

相关报告：

- 《三诺生物公司点评：三季度收入端平稳增长，费用投入提升较快》，2024.10.24
- 《三诺生物公司点评：血糖产品稳定增长，海外业务盈利改善》，2024.8.29
- 《三诺生物公司点评：血糖监测稳定增长，新品拓展取得成果》，2024.4.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,814	4,059	4,366	5,087	5,914
营业收入增长率	19.15%	2.69%	7.58%	16.51%	16.25%
归母净利润(百万元)	431	284	368	507	637
归母净利润增长率	300.56%	-36.31%	29.52%	37.68%	25.65%
摊薄每股收益(元)	0.764	0.504	0.653	0.899	1.129
每股经营性现金流净额	0.84	1.30	0.71	1.29	1.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.80%	9.24%	11.16%	14.07%	15.99%
P/E	44.17	60.32	41.38	30.05	23.92
P/B	6.10	5.57	4.62	4.23	3.82

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,361	2,814	4,059	4,366	5,087	5,914
增长率		19.2%	2.7%	7.6%	16.5%	16.2%
主营业务成本	-945	-1,162	-1,865	-1,942	-2,236	-2,584
%销售收入	40.0%	41.3%	45.9%	44.5%	44.0%	43.7%
毛利	1,416	1,652	2,194	2,425	2,851	3,329
%销售收入	60.0%	58.7%	54.1%	55.5%	56.1%	56.3%
营业税金及附加	-25	-31	-41	-44	-51	-59
%销售收入	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-725	-751	-1,001	-1,140	-1,292	-1,478
%销售收入	30.7%	26.7%	24.7%	26.1%	25.4%	25.0%
管理费用	-178	-196	-418	-437	-483	-532
%销售收入	7.6%	7.0%	10.3%	10.0%	9.5%	9.0%
研发费用	-182	-260	-356	-393	-458	-532
%销售收入	7.7%	9.2%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	305	414	377	412	567	727
%销售收入	12.9%	14.7%	9.3%	9.4%	11.2%	12.3%
财务费用	-34	-12	-49	-60	-77	-68
%销售收入	1.4%	0.4%	1.2%	1.4%	1.5%	1.2%
资产减值损失	-119	-34	-130	-58	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-77	42	1	0	1	1
%税前利润	n.a	8.9%	0.3%	0.0%	0.2%	0.1%
营业利润	139	470	275	354	549	718
营业利润率	5.9%	16.7%	6.8%	8.1%	10.8%	12.1%
营业外收支	-1	0	-26	0	0	0
税前利润	138	470	249	354	549	718
利润率	5.9%	16.7%	6.1%	8.1%	10.8%	12.1%
所得税	-31	-42	-53	-53	-82	-108
所得税率	22.6%	8.9%	21.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	107	428	196	301	467	610
少数股东损益	-1	-3	-89	-68	-41	-27
归属于母公司的净利润	108	431	284	368	507	637
净利率	4.6%	15.3%	7.0%	8.4%	10.0%	10.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	107	428	196	301	467	610
少数股东损益	-1	-3	-89	-68	-41	-27
非现金支出	229	154	341	238	226	243
非经营收益	113	-37	81	68	93	97
营运资金变动	30	-70	117	-206	-58	-49
经营活动现金净流	480	474	735	400	727	901
资本开支	-404	-311	-344	-648	-270	-220
投资	-257	173	0	0	0	0
其他	4	4	-27	0	1	1
投资活动现金净流	-656	-134	-371	-648	-269	-219
股权募资	0	18	18	0	0	0
债权募资	61	-162	-403	651	-13	-160
其他	-232	-139	-21	-226	-301	-347
筹资活动现金净流	-170	-284	-406	425	-315	-507
现金净流量	-349	62	-31	177	143	174

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	902	844	786	957	1,095	1,264
应收款项	249	386	516	544	634	737
存货	331	417	632	626	720	833
其他流动资产	75	71	172	108	117	128
流动资产	1,557	1,717	2,106	2,236	2,567	2,961
%总资产	37.5%	37.2%	35.5%	34.4%	37.3%	40.8%
长期投资	598	668	376	376	376	376
固定资产	1,063	1,280	1,800	2,053	2,019	1,926
%总资产	25.6%	27.7%	30.4%	31.6%	29.3%	26.5%
无形资产	668	636	1,432	1,476	1,557	1,631
非流动资产	2,597	2,900	3,821	4,257	4,313	4,297
%总资产	62.5%	62.8%	64.5%	65.6%	62.7%	59.2%
资产总计	4,154	4,617	5,927	6,493	6,880	7,259
短期借款	146	50	185	830	812	650
应付款项	229	405	416	466	535	617
其他流动负债	330	378	698	498	564	658
流动负债	706	834	1,299	1,794	1,911	1,926
长期贷款	108	52	438	438	438	438
其他长期负债	547	588	719	636	643	651
其他	1,361	1,474	2,456	2,869	2,992	3,015
普通股股东权益	2,786	3,122	3,079	3,300	3,604	3,986
其中：股本	565	564	564	564	564	564
未分配利润	587	846	920	1,141	1,445	1,828
少数股东权益	7	22	392	325	284	257
负债股东权益合计	4,154	4,617	5,927	6,493	6,880	7,259

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.190	0.764	0.504	0.653	0.899	1.129
每股净资产	4.932	5.533	5.456	5.848	6.387	7.064
每股经营现金净流	0.850	0.841	1.303	0.709	1.289	1.596
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.261	0.359	0.452
回报率						
净资产收益率	3.86%	13.80%	9.24%	11.16%	14.07%	15.99%
总资产收益率	2.59%	9.33%	4.80%	5.67%	7.37%	8.78%
投入资本收益率	6.80%	10.22%	6.51%	6.52%	8.59%	10.64%
增长率						
主营业务收入增长率	17.17%	19.15%	44.26%	7.58%	16.51%	16.25%
EBIT增长率	-18.33%	35.71%	-8.86%	9.12%	37.76%	28.23%
净利润增长率	-42.44%	300.56%	-36.31%	29.52%	37.68%	25.65%
总资产增长率	6.61%	11.16%	28.37%	9.55%	5.96%	5.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.3	36.2	37.2	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	124.3	117.4	102.7	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	66.2	67.1	52.1	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	128.2	156.4	152.2	154.3	126.4	103.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.32%	-10.44%	6.97%	19.74%	14.39%	5.40%
EBIT利息保障倍数	8.9	33.7	7.7	6.8	7.3	10.7
资产负债率	32.77%	31.92%	41.44%	44.18%	43.48%	41.54%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	5	16	17	29
增持	0	1	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.20	1.19	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-25	买入	29.71	N/A
2	2023-08-30	买入	23.22	N/A
3	2023-10-24	买入	24.39	N/A
4	2024-01-04	买入	29.62	N/A
5	2024-01-28	买入	25.14	N/A
6	2024-04-28	买入	23.17	N/A
7	2024-08-29	买入	22.61	N/A
8	2024-10-24	买入	28.15	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

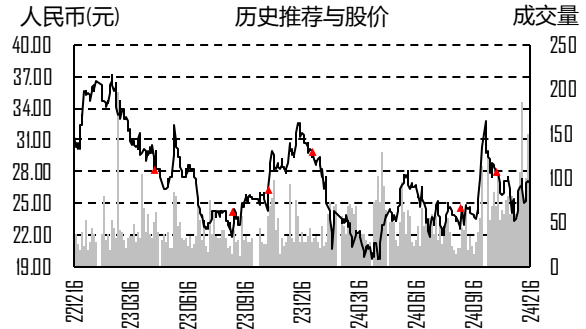
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806